

イギリスのクレジット・コントロール

に対する一考察

藤 沢 正 也

1 C C の 意 義

— 1 —

イングランド銀行は一九六九年のマネー・イン・ブリテン会議に提出した報告書で、ラドクリフ委員会以後の金融措置をきびしく反省して、次のように述べていた。「当局は金融政策の全力をあげて銀行組織の貸出を規制してきたが、現金ベースを減少させることによって目的を達成しようとしたことはなかった。……銀行の現金に圧迫を加えることによって貸出を制限するためには、もっぱら金利を意図的に操縦しなければならない。だが少なくとも短期的には、金利変動に対する市場の反応は、金利が上昇すると公衆は将来の不安感もあって売りに出るだろうという意味において、ひねくれるおそれがあるし、一般的には予想し難い。したがって当局の姿勢は、金利政策を用いてこの政策のもつ広範な効果とはかわりなしに特定水準の現金準備を規制するよりは、むしろその時期の経済政策の全般的な諸目標に大まかに適合するような金利政策を決定することであつた」という。これは金縁証券市場ではいわゆる風になびく操作 (leaning in to the window) をとらざるを得ず、したがってインフレ対策としてマネー・サプライを調節することが困難であつたことを意味する。しかし同書も述べている通り、六九年頃から財政金融の強力な引締めによつ

て、公共部門の借入需要 (borrowing requirement) は減退する一方、国際収支も順調に転じていた。それと共に国内の産業は不況に直面し、失業者は増加したにもかかわらず、物価や賃金は下方硬直化する。こうしたスタグ・フレーションのなかで、国際金融や消費者信用に従事している金融仲介者はいぜんとして繁忙を呈しているのに、伝統的に銀行組織の主役と目されていた手形交換所加盟銀行や割引業者の競争力は益々低下する。そのため一九七一年九月中旬にシテイでは画紀的ともいわれる金融改革が行われた。

この原案は既に同年の五月にイングランド銀行と大蔵省の協議によって成文化され、Competition and Credit Control と題するグリーン・ペーパーとして流布されていたが、各種の金融グループの同意をとりつけた後に実施された。それは単に政策的なイン・ペーシオンに止らず、この国の金融制度の在り方にかかわる重大な改革であったにもかかわらず、法律の行政的措施にはよらず、イングランド銀行と市中銀行その他の金融業者との紳士協定によって実現された。この協定は Reserve ratio and Special Deposit として公表された。それは僅か四頁足らずのドキュメントであるが、実は極めて複雑難解な規定である。

念のため要点を列挙すると次の通りである。

- (1) 従来国内の預金銀行（または手形交換所加盟銀行）のみに課されていた現金比率や流動比率のルールを撤廃して、民間のあらゆる銀行（預金業務によって資金を調達するもの）に一定の最低準備資産比率を課す。準備資産はイングランド銀行預金、一年以内に満期になる公債、割引市場等に対するコール・ローン及びイングランド銀行の再割引適格商業手形とし、対象債務は期限二年以内の磅建預金及びその他ネットの流動債務とする。前者の後者に対する最低比率は一二・五％、但し分割払の金融業者には一〇％とする。(2) 割引業者その他のマネー・ブローカーには以上のルールは適用されないが、彼等は総資金（借用金）の五〇％以上を五年以内に満期になる公債で保有しなければならない。(3) 金融政策の手段は従来のような貸出限度額の規制によらず、あらゆる銀行に画一的に

適用される特別預け金制度と公開市場操作に依存する。以上の政策効率を強化するため、銀行や割引業者は従来のような金利協定を廃止すると共に、当局は原則として長期債の無条件買操作を控えるというものであった。³⁾

これより先イングランド銀行のオペライエン総蔵は、五月下旬に開かれた国際銀行家会議の席上で、CCCの趣旨を次のように説明していた。それによると、イギリスの金融政策は銀行貸出の質量的規制に重点をおいていたが、それは金融構造及び資源配分を歪めて資金効率を悪化させるおそれがあった。そのため当局は次のようにマネー・サプライを重視するようになった。⁴⁾「われわれは広義の貨幣総体 (monetary aggregate) に益々力点をおくことになった。それは余り洗練されていないが否定できない言葉でいえば、いろいろと定義されている一つもしくはそれ以上の貨幣供給という意味であって、たとえば国内信用膨張 (DCE) がそうである。」⁵⁾ またユーロ・ダラー市場その他平行市場の発達にともない、金利は大幅に変動するようになったが、「われわれは基本的には信用の配分がもたらコストによって規定されるシステムを想定している。……当局は将来全銀行組織の流動性を全般的に管理することによって、金利構造にはたつきかけるようにしたい。」⁶⁾ そのためには支払準備制度を前記のように改正すると共に、政策的には公開市場操作と特別預金に依存することになる。しかし前者については長期債の無条件な買オペレーションを行うべきではないし、後者についても「最低準備資産比率と特別預金のメカニズムがまさしく乗数的に銀行資産の拡張や収縮を惹起するように利用されるものとは期待し得ない。われわれの意図するところは流動性を管理することであって、それらの手段は金利構造に対する作用を強化するはずである。その結果相対的な収益率が変動すれば、公衆や銀行双方の資産目録を変化させることになる。」⁷⁾ 以上のように金融当局は直接的な信用統制を解除する一方、金融業者間のカルテルを撤廃して、銀行の創意と効率を刺激しようと意図したわけであるが、そうした自由競争によって惹起される信用の不安を防止するにはどのような金融措置を講ずべきであるかというクレジット・コントロールに関しては、もっぱら公的流動債務を銀行組織の準備資産として金利政策に依存する方針であるとしか述べていない。したがって当時

多数のエコノミストは当局の公表した文書を字義通り解釈して、CCCの原理はラドクリフ・ドクトリンから解放されていないと論評していた。⁽⁶⁾

しかしながらイングリランド銀行の業務局長ページ氏は、CCC実施後の一〇月中旬に銀行協会における演説で次のようにオーソドックスな見解を示していたことが注目される。それによると、当局はラドクリフ委員会以後六〇年代を通じて必ずしも満足すべき成果をあげることはできなかった。これは当局の貸出規制や市中銀行のカルテルによって、銀行間の競争が制約されていたほかに、マネー・サプライの管理が適切でなかったためである。CCCの狙いは、金融政策の効果が金利水準の変動に依存するという認識に立脚して、銀行組織の健全な成長をはかることにほかならない。ラドクリフ報告も金利政策を重視していたが、貨幣は金融資産のなかでは最も流動性の強いものに過ぎないし、その流通速度には何の限度もないという仮説によって、政策的には銀行信用のオペラビリティを規制することと、国債を管理することによって、短期的には金利の変動をモダレートにすることがのぞましいと勧告していた。しかし「この問題を理論的に再検討してみた結果、貨幣の供給は全流動資産範疇の一つに過ぎないというよりは、それ以上のものとして復権されることになった。これはわれわれの調査によって、貨幣の流通速度はむしろ安定的であることが分ったからである。こうしてマネー・サプライの態度は金融政策を推進するうえで一つの重要な指標であることが確認されるようになった。したがってまた金利が経済活動の実勢に及ぼす作用は、ラドクリフ委員会が想定していたよりはより大きな役割を演ずることができるという結論が導き出された」という。

では新しいクレジット・コントロールはどのように実施されるべきか。当局は一九五〇年代の後半から六〇年代の前半にかけて金融政策を復活したとはいえ、金縁証券価格の安定を目的として長短さまざまな政府証券を取引する用意があった。しかしCCCのもとでは期限一年以上の証券については、原則として無条件に買い応じないことにした。「この政策転換は、金縁証券市場における操作から惹起される銀行組織の資金の変動を制限するには、単に当局の取

引価格の変更によるよりは一層役に立つものと考えられた。実は金融政策が見直され、CCCを実施するに至る少し前から、金縁証券市場操作は貨幣総体に及ぼす量的な効果をより重視して、金利の動向にはそれほどとらわれないようにしようという結論に到達していたのである。⁽⁸⁾「従来当局は金縁証券市場におけるオリゴポリイとして価格支持に努めた結果、市場の均衡復元力を損う傾向があったのであるが、今後銀行貸出を直接に規制することなく、しかも市場操作を右のように制限すれば、銀行その他の金融仲介者が大量の証券を任意に処分する可能性は限定されざるを得ないという。また同氏は短期の金融市場については、割引市場のポジションを重視して、割引業者の金利協定が撤廃されても、彼等はいぜんとしてTBを引受けると共に、当局が短期金利に影響を及ぼす経路となることができるし、またそれがのぞましいと考えられた。したがって市場の構造には基本的な変化はないが、CCCのもとでは技術的な改善は考えられる。それは「第一に当局は今やTBを取引する際の価格を毎日自由にきめられることであり……第二に割引市場に限られる借入れの便宜を拡張することであって、それを各割引業者は自分の判断で資産調整に利用することができよう。こうした便宜は短期金利が今後より頻繁かつ大巾に変動するようになった場合、彼等にごく短期間ではあっても調整の期間を与えてやりたいためであるし、それに右の目的のために最終的な避難貸出の便宜を利用することと、当局の市場操作によって追いこまれる借入れを明確に区別したいためである。この市場操作はマネー・フローの大巾な変動を緩和するためであろうと、あるいは金融政策の手段として行なわれようと、何れにせよ彼等の借入れに影響を及ぼす。⁽⁹⁾」彼は以上のように金融市場の実務的管理者としての立場からCCCの運用面では金利政策と不可分に貨幣供給を管理しようとする意向をほのめかしていた。

私は当時たまたまロンドンに出張していたので、イングランド銀行経済調査局のグッドハート氏に面接して、CCCの理論的基礎をたずねたところ、これまで当局が尊重していたラドクリフ・ドクトリンは貨幣需要の金利の弾性値につき修正を要する点があり、物価安定の基準が見失われて、インフレ・マインドがはびこっている状況のもとでは、

金融政策の指標としては名目金利よりはマネー・サプライの方が信頼できるともらしていた。⁽³¹⁾ 私も協定文そのものには通貨の膨張を制御するルールは見当らないが、これを運営する過程で好むと好まざるにかかわらず新マネタリストが主張しているような通貨対策を実施せざるを得なくなるだろうと推察していた。ところがCCC実施後二年間の経過を追跡してみると、この盲点は殆んどカバーされていないことが分った。

- ① D.R. Croom & H.G. Johnson, Money in Britain, 1969, p.221
- ② Bank of England, Competition and Credit Control ; Articles from the Quarterly Bulletin, pp.13~16.
- ③ Ibid, p.7
- ④ Ibid, p.8
- ⑤ Ibid, p.9
- ⑥ 当時における学会の論調については、筆者の『イギリスにおける信用統制の新起點』金融ジャーナル、1972. 6~7号をみよ。
- ⑦ J.B. Page, Competition and Credit Control, Journal of the Institute of Bankers, 1971. 12号, p.367.
- ⑧ Ibid, p.369
- ⑨ Ibid, p.372
- ⑩ G.A.E. Goodhart, the Importance of Money, Bank of England Quarterly Bulletin, 1970. 6号, pp.169~70をみよ。

2 C C の 経 過

七三年八月上旬に再びロンドンを訪れた際には、二年前とは逆に金利は驚異的に上昇していた。イングランド銀行の最低歩合 (minimum rate) は一・五%、市中銀行の基準金利 (base rate) は一〇%強となっていたが、実際の貸出金利は当座貸越で一流企業の場合ベース・レートの〇・五~一%高、その他の企業やバースナル・ローンは三~四%高と報じられていた。これは各種市場レートの高水準を反映していて、TBの割引歩合は一〇~一一%、インターバンク・ローンやCDの三ヶ月ものものは一四%強に上つていた。八月中旬の金利体系をCCC発足後の七一年九

月下旬と比較してみると第1表の通り、短期金利は何れも二倍以上である。短期金利がこのような目立って上昇し始めたのは七月に入ってからであつて、未曾有の高金利となつた動機は、まずニューヨークを中心とする海外金利の高騰↓この国の国際収支の悪化、特に浮動資金の流出↓ポンド為替下落の不安↓平行市場レートの上昇といった対外的なファクターによるものとみられている。しかしこれより先イングランド銀行は、七三年度の政府予算膨張から懸念される悪性インフレを防止しようとして、本格的に金融を引締めていた。即ち同行は中長期債を低価格で積極的に売出したほか、昨年末以来特別預金の預け金率を三回にわたって引上げ、八月上旬には四%を課して約一三億磅の資金を市中から吸いあげた。そのため既に七月下旬に一三・四%を示していた銀行の準備資産比率は、最低所要率の一・五%に接近して割引市場をイングランド銀行に追いこんだ。しかも同行の最低歩合は七月二〇日から九・五%、同二七日からは前記のように一・五%と略々二%刻みで引上げられた。市場レートがこれとシーソー・ゲームを展開したことはいうまでもない。またこうした短期金利の上昇は金縁証券の価格にも影響を及ぼして、中期債は一%の利回りでも買手がつかないという実状であつた。

こうしてシテイは『高利制限法』以前のディー・マナーに直面するに至つたが、意外にもパニックの気配は感じられなかった。フィナンシャル・タイムズの株価指数によると、平均株価は一月平均の二一〇ポイントから漸次下落して、八月中旬には一七六ポイントを示していたが、配当利回りは四%程度で金縁証券の利回り一%とは大巾に開いている。はげしい投機の対象になっていた一部の国際商品や不動産にはさすが弱気筋の売りものが出始めていたが、実需を圧迫するほどの不安はない。これは何よりもまず銀行組織による『流動性』の供給力が著しく増強されているからだらう。イングランド銀行の統計によると、国内購買力の源泉を示すものと目される銀行の適格債務たる期限二年以内の磅建預金は第2表の通り、CCC直後の七一年一〇月には一七億磅であつたが、七三年七月には二六八億磅に膨張した。アメリカその他の外国系銀行の預金増が目立っているが、ロンドンの手形交換所加盟銀行の適格債務もCCC

第1表 金利水準の上昇

	1971.9.24	1972.9.29	1973.8.14
イングランド銀行最低歩合	5	6	11.5
市中銀行 基準金利	5	7	10~11.5
T.B.(3ヶ月もの) 割引歩合	4.75	6.63	10.93
コール・レート	3 $\frac{3}{8}$ ~ 5 $\frac{1}{8}$	5 ~ 6.5	9.5 ~ 10 $\frac{1}{4}$
市中銀行通知預金レート	3	5 $\frac{1}{4}$ ~ 5.5	8.5 ~ 9 $\frac{1}{4}$
市中銀行当座貸越レート	5.5 ~ 6	7.5 ~ 8	10.5 ~ 15
インターバンク・ローンおよびCD(3ヶ月もの) 利率	5 $\frac{1}{8}$ ~ 5 $\frac{1}{4}$	7.5 ~ 7 $\frac{5}{8}$	14 $\frac{1}{4}$ ~ 14 $\frac{3}{4}$
地方自治体預金レート	5 $\frac{5}{16}$	7.5	13 $\frac{5}{8}$ ~ 14
割賦金融業者預金 (ベース・レート)	5 $\frac{1}{4}$	7 $\frac{5}{8}$ ~ 7 $\frac{3}{4}$	14 $\frac{5}{8}$ ~ 14 $\frac{3}{4}$
“ 貸出 (平均レート)	6.5	8	15 ~
住宅金融組合預金 (平均レート)	4.93	5.25	6.75 ~
“ 貸出 (協会勧告レート)	8	8.5	10 ~
短期政府証券利回	5.98	8.96	10.56
長期政府証券利回	8.59	9.54	11.43

(C.S.O, Financial Statistics より)

第2表 銀行の適格債務・準備資産

(単位 百万)

	1971.10.20			1973.7.18		
	適格債務	準備資産	比率	適格債務	準備資産	比率
ロンドンの加盟銀行	10,752	1,777	16.5	15,543	2,210	14.2
スコットランドの加盟銀行	1,021	149	14.6	1,439	191	13.3
その他の預金銀行	257	34	13.1	753	106	14.1
引 受 業 者	1,085	171	15.7	1,269	17.9	14.1
イギリス系海外銀行	1,297	236	18.2	1,481	215	14.5
アメリカ系の銀行	886	115	12.9	1,852	247	13.3
その他の外国銀行	101	21	20.4	855	131	15.3
その他の銀行	1,418	140	9.9	3,627	487	13.4
計	17,147	2,721	15.9	26,819	3,764	14.0
割賦金融業者	756	12.6	1.7	331	35	10.5

(Bank of England, Quarterly Bulletin)

以前に比べると大幅に伸びている。また彼等の預金残高はグロスで見ると、七一年一〇月の一一四億磅から七三年六月の一八六億磅に増加した。これは従来系列銀行にまかせていたC Dの発行や外貨建預金業務に積極的に乗出したほかに、地方の広大な支店網を動員してサービスの改善に努めた結果だろう。現在では加盟銀行の当座預金はチェック・カードによって全国のどこの支店でも現金化されるばかりではなく、当座貸越もクレジットカードによって広範に利用されている。コンピュータリゼーションによる支払機構の合理化は、預金通貨を文字通り大衆化したといつてよい。それに預金金利の自由化も加盟銀行の資金調達及び信用創造を容易ならしめている。通知預金の金利はCCC発足後七二年の五月頃までは二・五%程度で画一的に安定していたが、同年の夏からベース・レートの変更にもなつて、フレキシブルに引上げられている。ベース・レートは文字通り貸出や預金の実効利率の基準になるもので、各行は夫々の資金ポジション及び市場利率の動向をにらんで自主的に決定する。それは一種の管理価格ではあるが、銀行間の競争は免れない。通知預金のレートは事後的にみるとベース・レートの一・五〜二%安となっているが、このマージンは各行によって異なるばかりでなく、取引先によつても違う。大口預金者は市場レートなみに優遇される。したがつて一定の時点で見ると銀行間には金利格差が認められるが、少なくとも二〜三週間以内には寡占競争の結果平準化されるのが常であつて、CCC以前のように事前協定によつてセイリングされてはいないようである。平行市場の金融逼迫によつて各行ともベース・レートを一〇%に引上げた八月上旬に、パークレイズは他行に先駆けて小口の通知預金金利を大巾に引上げて九・二五%としたが、ナショナル・ウェストミンスター、ミッドランド、ロイズ、ウイリアムズ・グリーン等の諸行はベース・レートとのマージンを従来のままにして八・二五〜八・五%としていた。⁽²⁾これに対する預金者の反応はまだ明らかではないが、短期間のタイム・ラッグによる金利差が大衆預金のシフトにそれほど大きな影響を及ぼすものとは思われない。しかし加盟銀行の預金金利が市場レートに照応してフレキシブルに引上げられると、公共的な貯蓄機関の資金調達が圧迫されるのは避けられない。

住宅金融組合の預貯金は昨年度までは順調に伸びていたが、今年の四月に入ると六・三%内外の配当率で調達した資金では旺盛な融資需要を賄い切れなくなった。そこで組合は貸出の金利を大巾に引上げる動きをみせたため、政府は補助金を出してまでそれを一〇%未満に抑えるように要請していた。ところが今や地方の中小組合は配当率及び貸出の金利を引上げる以外に取引高及び独立採算を維持することは困難になった。また国民貯蓄の主要源泉をなす貯蓄銀行や信託銀行の預貯金レートも最近の高金利には追従し得なくなったため、資金の流出が憂慮されている。もしこうした大衆の貯蓄資金までが目立って加盟銀行組織にシフトするようになれば、公債の管理は益々困難になるばかりでなく、CCCの支持者にはタブーとされていた金利の差別的規制が復活されるかも知れない。しかし加盟銀行には預金の利上げを迫られる政治的な理由もある。というのは彼等の収益は景気サイクルのいかんにかかわらず増加の一路を辿っていて、特に七二年下半期の決算によると、税こみ利益は上半期に比して八〇%の増収となり、年間を通じてみても七二年度は前年度に比して三〇%の増収を記録したからである。⁽³⁾

CCCのもとで預金と貸出の利鞘は縮少する一方、銀行業務を多様化するため人件費や物件費はかなり増加したにもかかわらず高利潤を実現することができたのは、手形交換所という支払機構の独占によって、他の金融仲介者には許容されないほど大きな信用創造の能力をもっているためであるかも知れないが、⁽⁴⁾ クリーピング・インフレの過程で獅子の分け前を取得しているという大衆的非難は免れない。既に労働党の一派は資源及び所得を効率的に再分配するためには、銀行、保険会社及び住宅金融組合を国有化する必要があると主張している。⁽⁵⁾ これに対して大銀行としては、無形サービスを強化したり、預金の利上げ等によって高収益を顧客に還元する途があると反論したいところだろうが、これでは信用支配力のオリゴポリイへの集中を隠蔽できないし、ナショナル・インタレストやソシアル・ウェルフェアの向上に必要な産業に低利長期資金を供給するという問題の解決にもならない。何れにせよ大銀行の場合CCCのもとで、資産の流動性は屢々一時的に逼迫はしても、趨勢的にみれば資金の調達力及び収益力(効率)は一段と強化

されているとみてよい。私の面接した銀行のエコノミスト達もこの事実を否定しなかった。最近大銀行はTOBによってマーチャント・バンカー型の金融業者を接収する動きをみせているし、これを正当化すりポートも公表されているが、⁽⁶⁾ジャーナリスト達はシテイがそうしたコングロ・マリットに占拠されることになれば、ロンドンが誇る金融市場のセンターとしての伝統的なメリットは消滅するだろうと憂慮している。⁽⁷⁾こうしてCCCは銀行間の利害の衝突をこれまでになく表面化しながら経済力の集中を激化させていることは疑いの余地がない。

しかし以上の矛盾はもともと市場原理によって競争力を刺激しようと思図したCCCの当然のコロラリイともいえる。むしろ問題は未曾有の高金利をもつてしても資金需給のバランスをはかることは容易ではなく、信用は益々不安定になっていくことである。そのためイングランド銀行は局外者からみれば全く無原則とみられるほどフレキシブルな対策を講じざるを得なかった。それは単なる技術的な調整 (technical arrangement) に止らず、ルールの改正ともいべきものであるが、重要な措置を列挙してみると次の通りである。CCCのスタートは金融の緩慢に恵まれて順調であったが、七二年の春から国際通貨不安によって外貨が流出し始め、遂に六月二三日にはポンドもフローティング・レート制に移行したために最初の危機に直面した。当時市中銀行は預金の払戻によるというよりは、為替スペキレーションのための貸出を異常に増やしたために、準備資産は沸低して所要最低率を割るおそれがあった。⁽⁸⁾この流動性不安は次のようなプロセスで惹起された。すなわち市中銀行のベース・レート及び当座貸越のレートは平行市場の急激な金利上昇に追いつけなくなる。そのため銀行の取引先は貸越枠の限度一極まで借入れ、その資金をCDやインターバンクローンに転貸して利鞘を稼ぐ。資金はまず金融流通の過程を空まわりしながらも、一部は国内の商品や不動産のスペキュレーションにリークしていく。その結果市中銀行の準備資産や現金は極度に逼迫して短資レートは天文学的にはねあがる。そこで金融当局はCCCの建前からすると少々疑わしい非常措置をとった。すなわち市中銀行の保有する期限一年以上の金縁証券を市場価格で買入れ、二週間経過後保有期間中の利回りが年六・五%になるような買

入価格で売戻したのである。それは形式的には売戻条件付買オペレーションのようにみえるが、この操作は割引市場をバイ・パスして銀行との相対取引で行われたというから、実際には銀行に対する直接的な救済融資にはかならない。もちろん割引業者に対してもそれ相応の買オペは行われたようだが、政府証券の業者からすれば、市場の力で資金需給の均衡をはかるといふCCCへの期待が一時的にせよ裏切られたわけであって、その後為替市場や短資市場はおちつきを取戻したとはいえ、金縁証券に対する不信・不安感が残った。そのため銀行や割引業者は金縁証券の食欲を失ったことは否定できない。

この国では一九三一年の金本位停止以後二〇年間にわたって低金利を目的とする市場操作を行ってきたために、公定歩合(Bank Rate)は信用調節の武器としては殆んど使用されていなかったが、一九五一年頃から金融政策を復活する必要に迫られ、特に金融引締の手段として屢々変更されていた。しかしその効果はかつてW・バジョットが説いたように、全国準備金の集中的保管者としての中央銀行が金融市場に限界資金を貸付ける能力に依存するというよりは、銀行その他の金融業者の協定金利を公定歩合にリンクさせる制度及び金融繁閑のシグナルとしての心理的權威に依存するものといわれていた。しかも公定歩合の変更はオープン・システムのもとでは内外の複雑な金融情勢及び政策目的と矛盾する場合が少なく、それを適切に変更することは仲々困難であった。かりにそれが政策的に妥当な水準であるとしてもCCCに移行してからは他の主要金利とのリンクが撤廃されてしまったし、また公定歩合には直接に関係のないユーロ・ダラー市場の規模が巨大化したために、その權威や効果は益々低下せざるを得なかった。イングランド銀行の当局者はCCCのもとで金利体系の規制が金融政策の核心になると言明してはいたが、そのため公定歩合をどのように活用するかについては言明を避けていた。ところが七二年一〇月九日にバアバー蔵相は公定歩合制を次のような最低歩合制に改めると声明した。『今後はイングランド銀行の最後のよりどころとしての金利をマネー・マーケットの実勢金利と連動させることとなった。通常この金利は毎週金曜日のTB入札平均値の1/2高(端数を切り

上げて1/4%刻みとする」とし、したがってそれはTBレートの変動とともに自動的に1/4%の倍数ずつ変動する。⁹⁾これは一三日から実施されたが、当日のTB入札レートの平均値は六・六八九%であつたから、〇・五%上乘せし、端数を切上げた七・二五%がミニマム・レートとなり、前日までの公定歩合に比して一・二五%の引上げとなつた。こうして同行の貸付金利は当局の自由裁量によってではなく、TBの市場レートによって決定されるしくみとなつたから、それは従来のような政治的心理的なかけひきに煩わさることなく自動的に変更されることになった。しかも取引先の割引業者に対しては翌週のTBレートが異常に上昇しない限りはベナル・レートになるから、当局の貸出を通じて信用膨張を助長するようなルートは閉ざれることになる。

以上の最低歩合によって、当局は市場レートに対しては受動的とならざるを得ず、金利政策の主導権を放棄したもののようにみえるが、割引業者に対してTBの全額応募を義務づける反面、最低歩合による貸付の便宜を彼等に限定するという慣行が維持される限りは(但しそれは前述のように七二年六月にはぐらついたのであるが)、金利を意図的に規制する余地はあるのだろう。パアバー蔵相も前記の引用文で、これらの変更は昨秋導入された新金融調節方式の理念と軌を一にするものであつて、これにより当局の金融市場における操作が一層弾力的となり、調節方式の効率化が図られることになろうと述べている。この点について日本銀行の調査月報によると、イングランド銀行はテンダー・ビルの発行量を加減したり、また入札に直接参加して、TBの需給を調節するほかに、「より基本的には市場に対する資金供給に際し、オペレーション(市場レートによるものとこれを上回るものと二通りある)と罰則的金利による貸出とを使い分けて、割引商社の資金繰りならびに平均資金コストを操作することによって、割引商社のTB応募価格に影響を与えることができる」と解説していた。¹⁰⁾まことに金融当局はこの制度が実施されてからも通貨や信用が不健全に膨脹するおそれがあつたので、屢々独自の価格(Bank's dealing rate)によって売操作したり、また特別預金を課して、TBレートに引上げ圧力をかけた。そのためTBの割引歩合は漸次上昇して、七二年末には八・四%したがっ

てミニマム・レートは九%に上った。当時第二市場のレートは九%を上回することは稀れであったから、これによってメリイ・ゴー・ラウンドを防止する効果があったことは事実だろう。しかしその後テングービルの供給は外貨準備の取り崩し、中長期債の発行及び特別預金の請求によって減少するのに、市中銀行の準備資産として需要は増加する。現に七三年の二月にはTBは毎週二億三千万磅以上の応募があったのに、六千万磅しか発行されない。したがってミニマム・レートの基礎になるTBの入札平均値は必ずしも当局の意向通りには引上げられず、平行市場の短資レートとのギャップが拡大するようになった。

しかしこうした金利体系のひずみは、最近CCCのルールを思切つて改めることによって是正された。すなわち割引業者は前述のように総資金の五〇%をTBその他特定の短期公債で保有しなければならなかったが、七三年七月一九日にこの協定は廃止されて、不特定資産（公債以外の収益資産）を自己資本の二〇倍まで保有できることになった。これによって彼等はより自由にTBとその他の証券を選択でき、したがって余分のTBを放出するものと考えられるから、こうした金利裁定の力で割引市場と平行市場との金利格差は縮小することになる。事実この措置が実施されてからTBの入札レートは毎週目立つて上昇し、七月二七日には一〇・八九%に上り、したがってミニマム・レートも一一・五%に引上げられたわけである。但し最近におけるTBレートの上昇は、割引業者が余分のそれを引き出したからというよりは、国内の景気回復によって産業資金の需要が増加し始めたのに、当局は政府借入需要を充たすため中長期債の発行を増やしたり、特別預金の請求によって本格的に金融を引締め始めたからだろう。海外の金利上昇も国内の金融逼迫に追打ちをかけていることはいうまでもない。これより先、イングランド銀行は七二年八月に産業資金需要を優先的に充足させるため、経済成長に結びつかないような不動産金融や金融業者貸付を制限するよう説得したり、同年一月には特別預け金制度について海外預金勘定には画一的な預け金率を適用しないとか、加盟銀行の引受業者に対する持株比率の制限を撤廃する等CCCの運営方針に関連する重要な調整を行っているが、現在までの経

過をみると、CCCの本質は先ず金融市場の統合または一本化によって、スリーピング・チャイアントであった加盟銀行の内外における競争力を強化する一方、信用調節の手段としては適正な金利体系を誘導するように市中銀行の流動性を管理するに在りたのである。

- ① H. Mcrae & F. Cairncross, Capital City, 1973. pp.21~25.
- ② The Financial Times, 1973, 8.2.号
- ③ The Bankers' Magazine, 1973. 7号
- ④ グリフィス氏によれば「銀行業務の伝統的分野に参入するには、新金融措置でも手のつけられなかった二つの隘路がある。すなわち銀行の手形交換所であり、交換業務に課される条件はおよそ神祕に覆われていて、イングラント銀行の自由裁量を要するという事実である。」これはカルテルやトラストよりはグリフィスの独占利潤に苛ししているという。 B.Griffiths, Resource Efficiency, Monetary policy and the Reform of the U.K. Banking System, Journal of Money, Credit and Banking Quarterly Bulletin, 1973. 2号, pp.70~72.
- ⑤ The Labour party, Banking and Insurance Green Paper, 1973. 8. pp.8~9
- ⑥ A Report by the Inter-Bank Research Organisation, The Future of London as an International Financial Centre, 1973. pp.1—32~36.
- ⑦ The Economist, 1973. 8. 25号,
- ⑧ R.Fry, The Midsummer Credit Crisis. The Banker, 1972. 8号 p.1021.
- ⑨ The Financial Times, 1972, 10, 12号
- ⑩ 日本銀行、調査月報、S 47. 12号, p12

3 通貨管理の盲点

CCCのルールは直接にはインフレ対策に触れていないが、磅の価値を安定させることは銀行間の競争を促進するなかで信用の効率化をはかろうとする政策目的にとっては不可欠の必要条件であって、それは特に金融当局の重大な

第3表 物価と賃金の上昇

(1963年基準)

	卸売物 価指数	前年 比	小売物 価指数	前年 比	賃 金 指 数	前年 比	鉱工業 生産数 指 数	前年 比	失業者 (千人)	失業 率
1970年平均	127.7	7.0	135.3	6.4	147.6	9.9	124.9	1.1	582	2.5
1971年 "	139.2	9.5	148.1	9.1	166.1	12.5	125.8	0.7	758	3.3
1972年 "	146.6	5.3	158.6	7.0	188.8	13.6	129.9	3.2	844	3.7
1973年 3 月	153.3	8.0	167.4	8.2	198.0	10.9	140.0	10.1	683	3.0
8 月	158.2	8.7	173.9	9.0	206.0	12.5	—		530	2.3

(日本銀行 外国経済統計年報より)

関心事であったに相違ない。だが最近までの経過をみると、景気のよしあしにもかかわらず国内の物価や賃金はいぜんとして上昇の一路を辿っているばかりでなく、為替相場もファンディングによって軟化する気配をみせている。CCCが発足した七一年には、実質GNPの前年比成長率は僅か一・六%、失業率は控目にみても三・三%で不況状態にあったが、消費者物価は前年比で九・一%名目賃金は同じく一三・四%も上昇した。こうしたスタグ・フレーションは翌年まで続いたが、七二年の秋からは卸売物価の国際的な上昇によって、景気回復の触光がみえ、工業生産は増加すると共に、CPIは前年同期に比して約九%も上昇し、他のEC諸国やアメリカよりはインフレ圧力が強いことが注目される。なかならず最近では衣食住及びサービス料金等生活必需品の高騰が目立っていて、消費ブームの観を呈している。事実国民所得統計によると、個人の消費支出は七一年第一四半期の五八億磅台から膨張の一路で、七三年第一四半期には六七億磅強に上っている。これに対して企業の投資支出、特に製造業の設備投資は文字通り沈滞していた。そのため政府は既に七二年度の予算編成では、実質成長率五%を目標として、赤字財政をいとわず政府支出をふやす反面、投資減税や利得税の引下げをはかった。その結果七二年度の政府借入需要は一八億磅強に上った。政府はこうした財政措置が景気回復及び雇用水準の上昇につれて名目所得の膨張を刺激することをおそれて、七二年末から所得政策を強化した。この第一段階は今年の四月末までとされ、生鮮食料品、輸入原材料の価格及び

金利を除く物価、賃金及び諸般のサービス料金を凍結した。五月以降の第二段階にはそうした所得上昇の許容限度を若干緩和したが、新たに物価・給与委員会(Price Commission Pay Board)を設置して、企業のプロ潤や従業員賃金・俸給を一定のコードによって法的に規制している。⁽¹⁾ こうした所得政策の狙いが個人的消費支出の源泉をなす勤労所得の抑制にあることはいうまでもない。それは一時的には賃金や俸給及び国産品の卸売物価をおさえつける効果はあったようだが、第二段階に入ってから輸入物価の上昇やコスト・マージンの調整及び財政のアンバランスによって物価・賃金は全面的に上昇しているのであって、クリーピング・インフレは塞止められていない。しかしバブー蔵相は今年度の予算演説で、インフレと関連する困難な問題を経済成長が阻止されるような方法で処理してはならないと言明して、経常支出のみで一八六億磅(これによる借入需要は四四億磅)に上る予算を編成した。この財政支出は景気の過熱にもなつて繰延べられてはいるものの、銀行信用の拡大と絡みあつて国内の流動性圧力を強化していることは疑いの余地がない。

イングランド銀行は既に七二年夏のボンド危機以来通貨と信用の膨張を憂慮していたが、副総理のホロム氏は一〇月一九日市長公邸の晩饗会の席上で、通貨管理の問題に関して次のように演説した。最近貯蓄性の預金もふくめた貨幣(M²)の供給増加が注目されている。これはCCCのもとにおける銀行業務の自由化によって貨幣需要が増加するという構造的な原因によるものであるが、当局としてはこれに満足しているわけではない。六月の通貨危機に際しては異常な救済措置(ハイパワード・マネーの注入)に訴えざるを得なかった。このトラブルを反省してみると「われわれは昨年末に金利の低下傾向に対してもっと抵抗するべきであつた。年末にそれができなかったとしても今年の二月から三月にかけては金利水準を上昇させておくべきであつた。」⁽²⁾ しかし当時是不況状態にあつて、炭坑ストにみられたように労使間の紛争が激化すると共に、企業の投資活動も停滞していたので、政府もジャーナリズムも高金利政策を歓迎していなかった。不幸にして低金利によって膨張したM²は生産的な投資支出に活用される前に、サービス産業

や消費者信用及び不動産金融に乱用されていた。六月危機以来金利は上昇しているが、公共部門の赤字はふえる一方、産業資金の借入需要も増加しているので、今後数ヶ月以内に通貨の膨張が弱まるという確信はもてない。彼は以上のようにインフレの高進に対して、金利の引上げが手遅れに失したことを認めると共に「経済の拡張を刺激すると同時にインフレを緩和するような金融政策はあり得ない」と警告していた。その頃からイングランド銀行は通貨統計を政策の指標として一層重視する方針で、新たに M_1 及び M_2 の毎月残高及びそれらの増減要因を公表し始めた。これによると七一、二年は不況期にもかかわらず M_1 は前年比でそれぞれ一二%、一七%弱、 M_2 は一一%、一二%と増加した。特に後者は高金利が定着した七三年六月に至る一年間に一五%弱も伸びていることが注目される。前述のようにCC以来国内の物価・賃金は従来になく上昇したし、ポンドがフロートしてからもEC諸国に対する為替は軟調であったため、最近再び金融当局の通貨管理の可否が問われるようになった。そこでホロム氏は七三年の四月一日に『マネー・サプライは果して重要か』というテーマで、ロンバード・アソレエーションにおいて次のように講演している。これはさきに紹介した演説の趣旨を稍々理論的に補完したものに過ぎないが、現在イングランド銀行内の統一見解であって、学界でも支持者は少くないと思われるので簡単に吟味しておこう。

それによると、金融当局はCCに移行してから、銀行の貸出(資産)よりは預金(負債)に注目して金利政策を強化している。この意味において、貨幣総体の管理を重視しているが、現在なお貨幣の定義、計測及びその経済的機能には未解決の問題が多い。一般に M_2 は金利水準や国民所得変動の安定的関数といわれている。ところで公衆の保有する要求払預金を推定するためには、銀行から報告される残高の合計から経過勘定や銀行間の重復分を控除しなければならぬ。それらは毎月かなり大巾に変動していて、正確に測定することは困難である。当局は便宜上預金の合計残高から右の六〇%を控除し、それをすべて企業部門の預金に帰属させているが、この毎月統計も昨年の一〇月からしか利用できない。これに対して M_2 は住宅金融組合や貯蓄銀行の預貯金を含まない点で問題はあがあるが、銀行組織の取引

先に対する流動債務として、貨幣総体の適当な近似値とみなされ、一〇年位前から毎月測定されている。そこでこの M_2 と経済活動の関連を調査してみたところ、その需要はかなり安定的であって、国民所得に対しては正比例し、金利構造に対しては逆比例することが分った。もしこの安定した相関係数がつかめれば、 M_2 は政策の指標として役立つはずである。⁽⁴⁾ところが一九七二年を通じてみると、 M_2 は金利・物価及び実質成長率を与件として過去の経験から予想されるものよりは大幅に増加してしまった。これはホロム氏の見解によると、(1)経済の実質成長率が上昇する場合には企業や個人の貨幣需要はそれ以上の速度で増加する傾向があること、(2)CCCのもとで加盟銀行は従来のきびしい足かせ (shackle) から解放されて預金市場の矢地を回復したこと、(3)彼等は銀行業務の改善により投資家の投機的貨幣需要を充たしたり、企業の予備的な貨幣需要を充たし易くなったこと (メリイ・ゴーラウンド現象を呈したのはそのため) 等の諸事情によるものであるという。これを要するに、貨幣は経済変動の重要な関数には相違ないが、それがどのような形態をとって変動するかはまだ的確に把握されていない。だが M_2 は統計的に有意の貨幣総体であって、金利、公共部門の借入需要、国際収支、銀行貸出、公衆の流動性選好等と密接な関連があるのだから、広義の金融的な指標 (financial indicator) になる。今日では中央銀行がマネー・サプライを管理する能力には限界があるが、「われわれが貨幣を管理する方法の一つは、金融市場における操作を通じて適正な金利構造を誘導するようにはたらきかけることである。」⁽⁵⁾この命題はCCCを運営するイングランド銀行の政策原理を端的に規定したものといえるが、貨幣を『一般流動性』におきかえるならば、ラドクリフ・ドクトリンと符合するものといえよう。それのみならず彼は M_2 の増加がインフレの原因なのかそれともその結果を反映するののかという議論に対しては、双方に一面の真理があるとして慎重に論争を回避しているが、先に述べた彼の論拠を推察してみると、少なくとも当局側の貨幣供給態度には大過はなかったと示唆しているように思われる。

しかし(1)CCC発足後の約一年間におけるGNPの実質成長率は僅か一・八%に過ぎなかった。この間 M_2 は七一年

第4表 通貨の供給残高

(単位 百万円)

	1 現 金 通 貨	2 預 金 通 貨	3 M ₁	4 貯蓄性 預 金	5 外貨性 預 金	6 公共部 門預金	7 割引業 者預金	8 M ₂	9 DCE
1967年平均	2,765	5,254	8,019	5,196	176	430	113	13,934	+ 1,799
1968 "	2,850	5,560	8,410	6,089	273	387	95	15,253	+ 2,006
1969 "	2,903	5,506	8,409	6,607	408	431	96	15,951	- 157
1970 "	3,110	5,794	8,904	6,932	492	477	125	16,930	+ 1,035
1971 "	3,401	6,622	10,023	7,617	494	513	184	18,831	+ 1,149
1972 "	3,839	7,839	11,682	9,821	602	539	297	22,941	+ 6,925
1971.3月末	3,324	6,367	9,691	7,330	489	542	140	18,192	- 585
6 "	3,373	6,458	9,831	7,653	507	505	166	18,662	+ 262
9 "	3,454	6,756	10,210	7,720	512	481	189	19,112	+ 301
12 "	3,589	7,499	11,088	8,174	430	544	305	20,541	+ 1,171
1972.3 "	3,755	7,470	11,225	8,787	529	558	312	21,411	+ 525
6 "	3,860	7,869	11,729	9,941	612	525	298	23,105	+ 2,378
9 "	3,905	8,025	11,930	10,749	651	490	240	24,060	+ 1,192
12 "	4,079	8,578	12,657	11,856	802	625	305	26,245	+ 2,850
1973.3 "	4,170	8,163	12,333	12,983	1,002	635	208	27,161	+ 964
6 "	4,069	8,348	12,417	13,366	1,043	657	217	27,700	—

M₁ = 1 + 2、但し 2 は 求払預金から末経過勘定として60%し控除したもの

M₂ = M₁ + (4 + 5 + 6 + 7)

DCE は年間の増減、下段の月末は4半期動向間を示す

(C.S.O Financial Statistics)

六月末を基準とすると二六・五%、M₂は実に五〇%強も増加している。これは少くとも国内の商品やサービスの流通に必要な通貨(産業流通の貨幣需要)を超過する供給が行われたことを意味するのではあるまいか。(2)市中銀行が預金のシェアをとりもどすことが統計的にM₁、M₂の増加につながることは自明だが、それは単にその他の金融仲介者の貯蓄資金を通貨性の資金に転化(流動化)したばかりでなく、特に加盟銀行の場合は準備資産比率が実質的に引下げられることによって、信用創造が容易となり、追加的購買力を供給する主因になったのではないか。(3)予備的な動機にせよ投機的な動機にせよ、公衆の貨幣需要が商品市況や証券市況の不安から増加したことは事実だろうが、その場合通貨の供給が不変なら物

価が証券価格は下落しなければならない。公社債や手形等の証券価格は確かに下落して金利は上昇したが、金融当局及び市中銀行はそうした金利の上昇圧力によって個人や企業の資金需要を減退させるほどには通貨の供給を制限することができなかった。⁽⁶⁾

M³の膨張は多分に金融市場の国際化やメリイ・ゴー・ラウンドに依存したとしても、そのような信用膨張及び流動性過剰は究極において金融当局のハイ・パワード・マネーの供給に支えられていたのではない。七三年夏のエコイミストの銀行特輯号は以上のような疑問を鋭く提起している。同紙によると「銀行改革(CCC)の大きな失望の一つは、当局が理的にしてより柔軟性のある金融政策、なかつ金縁証券に対する市場指向型の政策によって、経済をうまく管理できなかったことである。政府は政策目標を実績成長に合わせたが、インフレーションには対処できなかった。何人も最近のような国際商品の高騰を予想できなかったといえ、マネー・サプライの管理は不手際であった。」⁽⁷⁾ イングランド銀行の通貨管理を極めて困難にさせたのは、七三年度の巨額な赤字財政であつて、春先にも既に根強いインフレ圧力が存在していたにもかかわらず、政府は国内の経済成長を阻止しないようにできるだけ金利を低下させるべきであると主張した。イングランド銀行が三月中旬以来金融を緩和して短期金利の低下を放任したのは、政府の要請によるものだろうが、それは中長期債との利回り隔差で機関投資家に金縁証券を消化させる効果もあった。だが六月以降ユーロ・ダラー市場の逼迫にともなつて長短の金利格差は急激に逆転して、前年の夏と同様の悪循環を誘発してしまつた。すなわちCDの金利は当座貸越レートよりは割高になるため、大口取引先は貸越枠をフルに利用してCDに運用する。この場合貸手の銀行の資金繰りが悪化すればベース・レートを迅速に引上げざるを得ないだろうが、実際にはエコノミストが指摘した通り、「銀行の貸出額はCDの発行によって貸付資金を取戻すと共にベース・レートを引上げて、この有害な金利格差をなすくほどの金額には達しなかつたので、銀行の貸出と預金、したがつて⁽⁸⁾は人為的に膨張することになった。」⁽⁸⁾ こうした銀行貸出の増加は、CCCで規定された準備資産比率のほかに預金の払戻しや

手形交換の決済尻をカバーする現金準備によって規制されることはない。だがCCCは現金比率の決定を市中銀行の自由裁量にまかせたばかりでなく、市中銀行、特に加盟銀行の場合はCCC以前と全く同様に、現金が沸底する不安はなかったと考えられる。⁽⁹⁾

それはイングランド銀行が最終的な避難の貸手 (the lender of last resort) として銀行組織を保護し援助するという伝統的な原則が、CCCのもとで益々拡大解釈されていることと関連があるように思われる。なるほど七二年夏の同行の市中銀行に対する直接援助は一回限りの非常措置であつて、その後の援助はすべて割引市場を通じて行われると共に、彼等に対する貸付は最低歩合制によってペナルレートにはなつたが、それは実質的には必ずしも援助を受ける最低利率ではないという疑問である。この点についてナショナル・ウェスター・バンクのエコノミストのカーン氏 (C. Kern) によると、当局はCCCのもとで貨幣総体の動きを金融指標として重視しているとはいへ、政策目標は適正な金利構造であつて通貨量ではない。そしてこの目標を達成する手段は、TBの金利水準を意図的に左右することである。「だがここで次の二点を指摘しなければならない。第一に新しい最低歩合は実際には最低利率ではないということである。当局は最低歩合以下のレートでTBやその他の手形を取引することによって市場を援助し続けるだろう。第二にCCCは当局の直面する根本的なデイレンマを解決しなかつたことである。すなわち金利かそれともマネー・サブライの何れを主たる政策目的として選ぶかという問題である。これは (同氏によれば二者択一であつて) 単なる理論的な疑問ではなく、技術的な範囲を超える広範な政策的意義をふくんでいる。」⁽¹⁰⁾ 現行のシステムでも現金通貨の供給を左右する基本的な関門はイングランド銀行の業務局と割引業者のコンタクトである。同行はクレジット・コントロールの成功が複雑多岐な平行市場の割引市場への統合にかかっていると確信して、さしあたり割引業者に有利なルールを協定した。すなわち彼等宛に放出されたコール・ローンを銀行の適格準備資産とするとか、彼等が総資金の五〇%以上保有しなければならぬ公債の期限を二年以内ではなく五年以内にする、また彼等には特別預け金制度は適用され

ないというような利点である。したがって割引業者はCCCの発足当時にはシテイの金融が緩んでいたという事情もあって活況を呈していた。だが彼等の経営規模は七二年の春以来伸び悩んでいる。ユニオン、アレキサンダーほか一〇社の総合バランスシートをみると第5表の通り、従来最も大きな資金源であったロンドン手形交換所加盟銀行のコール・ローンが停滞しているため、引受業者や外国銀行のそれは若干増加したとはいえ、資金調達の力は銀行その他の金融仲介者に較べると相対的には低下してしまった。これは割引業者にとって従来最も重要な運用資産であったTBの供給が減退して、その割引歩合が他の短期金利に比して低下したこと、引受業者の裏書する貿易手形が市場に回らなくなったという事実のほかに、七二年夏以来政府証券の価格が予想外に下落しているからである。七三年の七月一日にCCCのルールを改正して自己資本の二〇倍まで不特定の収益資産を保有し得るようにしたのは、市場の金利格差を解消させるほかに、割引業者のバーゲニング・パワーを補強する必要に迫られたからだろう。

割引業者は七二年の春以来多額の減価損を計上し（積立金をとり崩し）てまで金縁証券を売却分して、CDに乗換えている。今やそれは彼等にとって最も重要な金融資産になった。マクレーのキャピタル・シテイによれば「CDは割引業者に平行市場の業務に乗出す最も重要な通路を提供していた。だが彼等はCD市場では金融ブローカーといろいろな面で業務を異にしている。後者はCDの売手と買手を引合わせるだけであるが、割引業者はそれを投資物件として売買する。さらに重要なことは、CDが始めて発行される場合に、彼等は市場の形成者（market makers）として行動することである。これは彼等が売買する用意のあるCDの相場をつけることを意味する。割引業者がこのようにCDの仲買業の役割を演ずる用意があるということは、急激な成長を遂げているボンド建平行市場の金利を安定（interest rate stability）させる決定的な要因になっている。」⁽ⁱ⁾以上の引用文における金利の安定という意味は必ずしも明確ではないが、割引市場がパニックを煮起するほど大巾な金利変動を防止するためには（金利を安定するためには）、イングランド銀行との特殊関係に依存せざるを得なかったことは歴史的に明らかであるし、今日でもそうである。

第5表 割引業者の主要勘定

	1971年 9月末	1972年 3月末	1972年 9月末	1973年 3月末	1973年 6月末
(資 産)	466	457	148	159	313
金 政府証券	466	457	148	159	313
T B	307	430	373	437	261
その他の政府証券	503	558	507	480	483
地 方 債	402	594	634	540	514
ポンド建C D	368	533	466	593	624
ドル建C D	53	117	124	138	103
そ の 他	138	185	175	358	280
計	2,237	2,873	2,426	2,706	2,579
(負 債)					
イングランド銀行借入	—	—	—	—	—
ロンドン加盟銀行借入	1,135	1,040	985	1,206	1,063
スコットランド銀行借入	106	90	93	143	146
その他預金銀行借入	34	56	45	44	56
引受業者、外国銀行借入	642	1,121	848	851	770
そ の 他	212	461	367	377	358
計	2,130	2,769	2,339	2,620	2,493

(C.S.O. Financial Statistics)

第6表 イングランド銀行の金融市場介入

月 日	日 数				金額(百万磅)			
	非介入	援 助 貸 付	その他	T B等 売オペ による 資金回 収	貸付額	T B等 の買オ ペによる 資金 供給	その他 による 資金供 給	T B等 の売オ ペによる 資金 回収
1972.10.18	4	1	14	1	32.0	451.2	49.4	11.0
11.15	7	1	11	2	41.5	408.7	34.1	58.3
12.13	4	4	9	5	63.5	357.1	21.7	161.5
1973.1.17	7	3	11	3	80.3	660.5	49.7	284.0
2. 21	1	11	19	1	314.0	865.1	272.3	3.5
3. 21	4	7	11	3	268.5	280.6	123.9	68.3

同行の割引業者に対する保護と干渉の程度は、第二次大戦後公共部門の資金不足が慢性化すにともなうて強化されていたが、現在でもそうした借入需要が減少する可能性はない。それにもかかわらず公債保有に関する彼等に対する干渉は前述のように緩和された。したがって彼等はCDその他のインター・バンク・ローンの取引を拡大することによって、他の金融仲介者に対する競争力を強化しようとしている。もっとも割引市場は市中銀行に対する適格準備資産の便利な供給者であるし、TBの全額応募を義務づけられているから、そうした流動債を多かれ少かれ保有しなければならぬが、新しいルールによって許容された業務の多様化は特定資産のジョッパーとしての機能を低下させるだろう。それは金融当局にとっては好ましい動向とはいえないが、ロンドンとECの金融センターとして位置づけるためには必要悪と判断されたのかも知れない。このように当局の割引業者に対する干渉は緩和されたが、彼等に対する援助は昨年夏以来の金融引締めとは裏腹に日常的に行われていたことは注目を要する。イングランド銀行の統計によると第6表の通り七二年の一〇月下旬から七三年の三月下旬に至る六ヶ月間にミニマム・レートによる貸付は二七件で総額八億磅に対し裏口操作による援助は七五件で総額は三五億磅強に上った。これに対してTB等の売操作による資金回収は同期間に一五件で六億磅弱に過ぎなかった。右の差額は同行の政付証券保有増と一致するわけではないが、こうした援助が行なわれなかった場合よりは、割引市場の流動性不安を防止しながら市中銀行の信用創造を容易ならしめることは疑いの余地がない。

割引業者はCCCのもとでも政府証券のディーラーとして活躍しているが、昨年の夏から当局は前述のように高金利政策に転じ、特に長期金利については政府ブローカー(Mullen & Co)による金縁証券の買支えを控えたために、コール・レートの上昇によって相当な減価損失を蒙った。そのため資産の流動性のみならず収益性をたかめるといふ観点から、公債よりはCD等の民間証券に乘換えたがっていたことは事実である。彼等に対する準備資産ルールの改正は以上の要望に応えたものといえる。これによって割引業者の資産選択はより自由化される反面、銀行組織全体の信用

創造及び通貨供給の能力はさらに強化されるだろう。エコノミストはこの点について次のように述べている。割引業者は自己資本の二〇倍まで不特定の民間証券を保有し得るようになったが、自己資本に対する総資産の比率を三〇倍とする不文律の規定は生きていると考えられるから、彼等が調達資金の最大限を民間証券に運用しようとしても、その1/3は流動公債を保有しなければならない。しかし仮に割引業者が市中銀行から三百万磅のコールを取入れて、うち百万磅をTB、残り二百万磅のコールで一二・五%の逆数倍（二、四〇〇万磅）の預金を創造できる。うち二百万磅はCDの形で割引業者に保有されるとすれば、民間預金は二千二百万磅だけ増加する。問題は「こうした預金の準備資産たるコール・マネーの三百万磅は、それ自体としては割引業者によって保有されるCDと期限一年以内の金縁証券に立脚している。両者はそれ自体準備資産ではないから、銀行流動性の三百万磅は架空に創造される」ことである。但しこのような通貨供給は当局が特別預け金の比率を引上げたり、市中銀行がコール・ローンの担保物件をきびしく査定する程度に應じて制限されるだろうが、従来のように金縁証券をコールに転化することによってではなく、民間発行のCDをコールに転化することによって増加する可能性がある。しかも当局は銀行組織の現金ポジションの逼迫を放任できないとすれば、組織全体の信用が収縮するに至らない前に、割引市場に対してはスペシャル・バイヤー（Secombe, Marshall & Campion）を通して援助の手をさしのべなければならぬ。こうした通貨管理の盲点を塞ぐためには、やはり割引業者と金融当局の特殊関係を清算せざるを得なくなるかも知れない。この問題はラドクリフ委員会でも論議されたことがあるが、報告書は便宜上から特殊な保護と干渉の存続を容認していたのである。⁽¹³⁾しかし最近はこのようなシステムが巨視的にみて公正な競争のもとに資源の有効配分に役立つという効果は疑問視されている。たとえばペレグリーニ氏（J.G. Pellegrini）によるとCCCによってTBは市中銀行の適格準備資産と規定されていたので、いわゆるアウトサイダーの需要は増加し、したがって残額応募者としての割引業者の割当分は減少している。かりにテンダー・ビルの供給を増加させねばならぬ際でも、「資源配分の観点からすれば、イングランド銀行が割

引業者に過剰なTBを買わせるために特殊な貸出をするよりは、TBの価格を下げて売出した方がより効率的だろう。』そればかりでなくCCCのもとで各種の金融市場が基本的には単一化される過程で、割引業者の業務も他の金融仲介者と同様に多様化されつつあるのに「割引市場に、ある取引分野では独占の力を付与するような特権によって、現行の形態を維持しようとするのは不可解である」という。⁽¹⁴⁾このような割引市場の金利(結局はTBレート)をターゲットとする金融措置は、銀行組織の信用創造の金利反応を低下させることによって、マネー・サプライを不確実に膨張させていると否定できよう。

- ① Midland Bank Review, 1973, 8号, pp15~17.
- ② Bank of England, Quarterly Bulletin, 1972, 12, p.516
- ③ Ibid, p.518
- ④ Bank of England, Quarterly Bulletin, 1973, 6, p.195
- ⑤ Ibid, p.201.
- ⑥ David Kern は National Westminster Bank Review 1973.5 で次のようにのべている「昨年の金融動向については相矛盾した解釈がなされているが、私は金融当局は金利に政策を集中して、それを緩慢に上昇させたが、貨幣量の増加を目立って減退させるに必要なほどには引上げようとしなかったという見解をとっている。」op. cit, p.45
- ⑦ The Economist, 1973, 8, 25号, survey, 10
- ⑧ Ibid, Survey, 14
- ⑨ E.Davis によれば、「当局が現金比率にはたきかけようとしなかった理由は、公的流動資産(準備資産)を売買する価格を決めることによって、TBの金利および間接にはその他の短期金利を規制する能力を保留しておきたからであると考えられる。……現金比率のシステムでは、当局は不安定な短期金利が金縁証券市場を擾乱するのを制御できない。」Lloyds Bank Review, 1973, 6, p.49
- ⑩ Ibid, p. 47.
- ⑪ H.Macrae & F.Cairncross, Capital City, p.86.
- ⑫ The Economist, 1973, 8, 25, 号 p.43.

- ⑬ The Committee on the Working of the Monetary System, Report, (大蔵省訳) p.49
- ⑭ J.G.Pellegrini. The Demise of Bank Rate, The Bankers' Magazine, 1973. 3号 p.106.
- ⑮ Ibid. p.107.

<一九七三年十二月四日現在>